

BAB 1

PENGANTAR

Perusahaan yang mempunyai tujuan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham seringkali mengalami hambatan. Hambatan-hambatan pencapaian tujuan ini disebabkan oleh faktor-faktor internal dan faktor-faktor eksternal. Perusahaan yang tidak mampu memenuhi tujuan tersebut dikatakan tidak mempunyai kinerja yang baik.

Kepemilikan dalam perusahaan merupakan salah satu faktor internal yang mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Manajemen sebagai pihak yang melaksanakan operasional perusahaan harus memenuhi kepentingan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara pihak yang mengendalikan perusahaan (manajemen sebagai *agent*) dengan pihak pemegang saham (*principal*) akan menyebabkan konflik kepentingan. Isu-isu yang berkaitan dengan pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan kendali (*control*) dalam perusahaan dibahas melalui suatu teori yang disebut teori keagenan atau *agency theory*.

Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali (*ownership* dan *control*). Semakin terkonsentrasi kepemilikan pada satu orang atau perusahaan maka kendali akan semakin kuat sehingga kecenderungan konflik keagenan dapat ditekan. Argumen ini disebut sebagai argumen *convergence* (konvergensi).

Argumen kontra dari konvergensi adalah argumen *entrenchment*¹. *Entrenchment* berargumen bahwa kepemilikan yang semakin tinggi dari satu pihak akan mendorong pihak tersebut menggunakan kepemilikan dan kendali yang dimiliki untuk kepentingannya dan merugikan pemegang saham lain.

1.1. Latar Belakang

Kepemilikan perusahaan emiten di Indonesia mempunyai komposisi yang agak berbeda. Sebagian besar perusahaan emiten di Indonesia mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis (perseroan terbatas) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Kepemilikan institusional ini disebut kepemilikan institusional internal.² Sebagai pemilik maka kepemilikan institusional internal dan pemegang saham publik ikut mengawasi dan mengikat manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham tersebut.

Pengawasan dilakukan melalui kebijakan utang yaitu dengan “mengundang” pihak ketiga (kreditur atau *debtholders*, yang selanjutnya disebut kreditur) untuk ikut mengawasi manajemen dan operasional perusahaan pada umumnya. Pengikatan dilakukan melalui kebijakan utang dan kebijakan dividen. Kebijakan utang mengikat manajemen melalui kewajiban untuk melunasi utang tersebut. Kebijakan dividen mengikat manajemen melalui pembagian dividen kepada pemegang saham. Pengikatan ini mengurangi kemampuan manajemen

¹ *Entrenchment* pertamakali dikemukakan oleh Morck, Shleifer dan Vishny (1988) yang diartikan sebagai perilaku manajerial yang bertentangan dengan pemegang saham. Selanjutnya penelitian seperti misalnya Pound (1988) menggunakan argumen *entrenchment* untuk menjelaskan perilaku pemegang saham institusional yang bertentangan dengan pemegang saham lainnya.

² Kata internal berarti kepemilikan bukan publik (non-publik). Konotasi internal disini berbeda dengan posisi pihak pengelola (manajemen) sebagai internal lawan pihak pemegang saham sebagai eksternal.

untuk melakukan usaha pemanfaatan aliran kas demi kepentingan pribadi (*perquisites*) seperti ruang kantor yang terlalu mewah, perjalanan dinas melebihi standar jabatan, dan lainnya yang tidak memberikan nilai tambah pada operasional perusahaan (Cohen dan Cyert, 1965: 355).

Penerapan pengawasan dan pengikatan untuk mengurangi konflik keagenan sangat dipengaruhi oleh kondisi yang sedang terjadi dalam perusahaan. Hal ini berimplikasi bahwa pengikatan dan pengawasan masih memerlukan pembuktian empiris yang mendukung bahwa kedua cara tersebut dapat digunakan mengurangi konflik keagenan. Dua konflik keagenan utama yang terjadi dalam perusahaan adalah konflik keagenan ekuitas dan konflik keagenan utang sedangkan biaya yang terkait dengan konflik tersebut disebut biaya keagenan utang dan biaya keagenan ekuitas.

Saling tukar (*trade-off*) yang terjadi antara biaya keagenan ekuitas dengan biaya keagenan utang dapat disesuaikan melalui kebijakan dividen dan utang atau disebut dengan *balancing of agency theory* (Megginson, 1997: 338). Kebijakan utang digunakan untuk membagi beban keagenan dari pemegang saham kepada kreditur sehingga biaya keagenan ekuitas berkurang namun akan menimbulkan biaya keagenan utang. Pengambilan keputusan kebijakan dividen dan utang akan mempengaruhi biaya keagenan yang ditanggung pemegang saham dan kreditur sehingga biaya keagenan dapat dikendalikan melalui interdependensi kebijakan dividen dan utang.

Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumen konflik keagenan disebabkan oleh pemisahan

kepemilikan dan kendali. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan 100% oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Kondisi adanya pemilik baru yang membeli saham perusahaan menyebabkan perbedaan kepentingan (*discrepancy of interest*) antar pihak-pihak dalam perusahaan. Konflik yang murni terjadi antara prinsipal dan agen dibahas melalui teori keagenan positif atau *positivist agency theory* sedangkan konflik antar pemegang saham dibahas melalui riset prinsipal-agen atau *principal-agent research* (Eisenhardt, 1989).

Intensitas konflik keagenan akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Semakin besar konflik keagenan maka semakin rendah kinerja perusahaan, karena konflik keagenan terkait dengan timbulnya biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Argumen ini menunjukkan bahwa kebijakan utang dan dividen sebagai pengawasan dan pengikatan untuk mengendalikan konflik keagenan, mempunyai pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Adanya *trade-off* antara kebijakan utang dan kebijakan dividen sebagai pengawasan dan pengikatan menyebabkan hubungan keduanya terhadap kinerja adalah nonlinear (Jensen dan Meckling, 1976). Kebijakan utang yang tinggi akan menyebabkan risiko perusahaan meningkat karena meningkatnya kemungkinan kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan, sehingga perusahaan akan menurunkan utang. Sedangkan kebijakan dividen akan menyebabkan perusahaan tidak mampu memanfaatkan peluang investasi yang ada karena aliran kas yang rendah sehingga perusahaan akan menurunkan dividen. *Trade-off* kebijakan utang

dan dividen yang menyebabkan hubungan nonlinear tersebut akan diuji untuk kasus perusahaan emiten di Indonesia.

Perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia mempunyai komposisi struktur kepemilikan yang agak berbeda dibandingkan perusahaan di Eropa, dan Amerika. Sebagian besar perusahaan emiten di Indonesia mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti perseroan terbatas (PT) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri (*founders*) perusahaan. Kepemilikan institusional ini disebut kepemilikan institusional internal yang merupakan bagian dari pemegang saham non-publik (*inside shareholders* atau *insiders*). Pemegang saham non-publik lainnya ialah individu (perseorangan), manajer, komisaris, dan koperasi. Kepemilikan institusional lainnya adalah kepemilikan institusional eksternal yang merupakan bagian dari pemegang saham publik. Pemegang saham publik adalah pemegang saham yang mempunyai saham melalui pembelian di pasar modal secara terbuka. Pemegang saham publik disebut juga pemegang saham luar (*outside shareholders* atau *outsiders*).

La Porta, Lopez-De-Salines dan Shleifer (1999) menemukan bahwa di kawasan Asia Tenggara sebagian besar perusahaan mempunyai pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) yang bertindak sesuai kepentingannya dan mengabaikan kepentingan pemegang saham lainnya. Claessens, Djankov dan Lang (2000) meneliti tentang kepemilikan dan kendali pada perusahaan di Asia Timur. Mereka menemukan bahwa konflik keagenan yang terjadi di kawasan Asia Timur adalah konflik keagenan antar pemegang saham, dalam hal ini konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Kondisi di Indonesia

memperlihatkan bahwa kepemilikan institusional internal merupakan mayoritas sedangkan kepemilikan publik adalah minoritas. Santra (2003) dengan data sebelum krisis ekonomi 1997 menemukan bahwa kepemilikan institusional internal mempunyai proporsi rata-rata kepemilikan 48,2% sedangkan publik hanya 31,5%. Ismiyanti (2003) menggunakan data setelah krisis ekonomi 1997 menemukan bahwa kepemilikan institusional internal mempunyai proporsi rata-rata kepemilikan 66,6% sedangkan publik hanya 29,41%. Namun kedua penelitian ini tidak menggunakan istilah kepemilikan institusional internal namun hanya kepemilikan institusional.

Beberapa perusahaan publik di Indonesia merupakan perusahaan *holding* yang sebagian besar dimiliki oleh institusional internal sehingga kemungkinan tindakan bahaya moral (*moral hazard*) dan *perquisites* dapat terjadi melalui afiliasi dengan anak perusahaan, yang pada akhirnya merugikan pemegang saham publik. Fenomena ini sesuai dengan penelitian Claessens, Djankov dan Lang (2000) tentang kepemilikan dan kendali pada perusahaan di asia timur. Penelitian ini menguji fenomena konflik keagenan antar pemegang saham, kaitannya dengan pengawasan dan pengikatan berbasis kepemilikan institusional internal.

Penelitian dari Morck, Shleifer dan Vishny (1988) menemukan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin tinggi akan mendorong manajemen untuk melakukan *entrenchment* sehingga kinerja perusahaan menurun. Hal ini dilakukan manajemen karena kekayaan manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan. Selain itu kendali manajemen yang semakin kuat terhadap perusahaan karena proporsi kepemilikan yang besar menyebabkan manajemen akan bertindak

demokratisasi kepentingan sendiri sehingga merugikan pemegang saham lainnya. Temuan ini oleh Morck, Shleifer dan Vishny disebut sebagai argumen *entrenchment* yang menyanggah argumen konvergensi dari Jensen dan Meckling (1976). Penelitian Morck, Shleifer dan Vishny (1988) menggunakan data di perusahaan publik Amerika yang kepemilikannya tersebar sehingga kepemilikan manajemen sebesar 2% saja sudah merupakan proporsi kepemilikan yang cukup besar.

Penelitian Pound (1988) menemukan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan berkolaborasi dengan manajemen untuk merugikan pemegang saham lain sehingga meningkatkan konflik keagenan. Kolaborasi tersebut dapat dilakukan misalnya melalui pembelian mesin-mesin atau bahan baku yang diatas harga pasar pada perusahaan lain yang juga dimiliki oleh institusional internal. Namun penelitian Pound (1988) menguji kepemilikan institusional eksternal yaitu lembaga pensiun, asuransi dan reksadana di Amerika. Sedangkan penelitian ini menguji fenomena kepemilikan institusional internal yang unik di Indonesia.

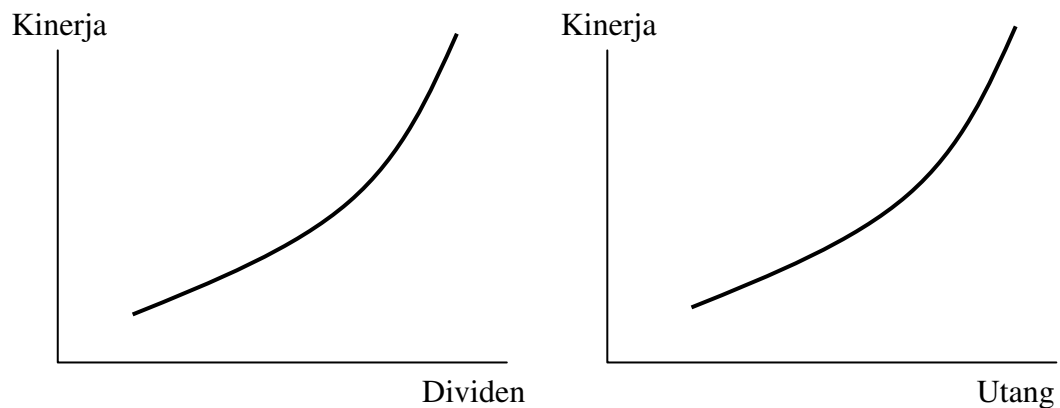
Penelitian ini menggunakan argumen *entrenchment* dalam menjelaskan kepemilikan institusional internal. *Entrenchment* berarti kepemilikan institusional internal membatasi diri dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham dan cenderung mementingkan peningkatan kekayaannya sendiri serta mengabaikan kekayaan pemegang saham lainnya. Penelitian ini berargumen bahwa konflik keagenan yang lebih besar cenderung terjadi pada kondisi insitusional internal tinggi karena kendali institusional internal yang semakin kuat terhadap manajemen. Hal ini menyebabkan manajemen akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham institusional internal dan merugikan pemegang saham publik.

Konflik yang tinggi disebabkan banyaknya pihak yang terlibat yaitu pemegang saham institusional internal dan manajer lawan pemegang saham publik. Pada kondisi kepemilikan institusional internal tinggi maka *moral hazard* dilakukan oleh dua pihak yaitu pemegang saham institusional internal dibantu manajer sedangkan pada kepemilikan institusional internal rendah hanya dilakukan oleh manajemen.

Kolaborasi manajemen dengan kepemilikan institusional internal menyebabkan kemampuan mereka melakukan transfer kekayaan (*transfer of wealth*) pemegang saham publik akan semakin besar dan semakin sulit untuk dibuktikan. Hal ini konsisten dengan fenomena kepemilikan institusional internal yang cenderung mayoritas dibandingkan pemegang saham publik, serta biasanya adalah pendiri perusahaan. Kemampuan untuk melakukan transfer kekayaan yang semakin besar inilah yang mendorong pendiri perusahaan menggunakan institusional internal (institusi bisnis) sebagai pemegang saham pada perusahaan. Transfer kekayaan dilakukan melalui *perquisites* misalnya dengan mengganti aset-aset perusahaan dengan aset-aset yang bermutu rendah, akuisisi internal, ruang kantor mewah, perjalanan dinas yang mahal dan lainnya.

Penelitian ini menguji dua argumen yang saling bertentangan dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi yaitu argumen konvergensi dan argumen *entrenchment*. Argumen *entrenchment* berpendapat bahwa kondisi kepemilikan insitusional internal tinggi akan mengurangi efek dividen maupun utang terhadap kinerja, karena sudah terdapat pengawasan terhadap manajemen melalui kepemilikan institusional internal. Namun kondisi ini menimbulkan

konflik keagenan dengan pemegang saham publik. Keadaan ini mendorong pemegang saham publik untuk memaksa manajemen menerapkan pengikatan dan pengawasan melalui dividen dan atau utang. Misalkan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS), manajemen tidak mengikuti saran pemegang saham publik untuk meningkatkan utang dan atau dividen maka pemegang saham publik dapat menjual sahamnya di pasar saham. Bila semakin banyak pemegang saham publik yang menjual sahamnya maka harga saham perusahaan akan turun (nilai perusahaan turun). Hal ini berkelanjutan sampai akhirnya manajemen mengetatkan penerapan pengikatan dan pengawasan. Gambar 1.1. menjelaskan hubungan dividen terhadap kinerja dan utang terhadap kinerja dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi berdasarkan argumen *entrenchment*.



Keterangan gambar:

Argumen *entrenchment* dalam menjelaskan hubungan dividen dan utang terhadap kinerja pada kondisi institusional internal tinggi.

Gambar 1.1. Hubungan Kebijakan Dividen dan Utang terhadap Kinerja pada kondisi Institusional Internal Tinggi

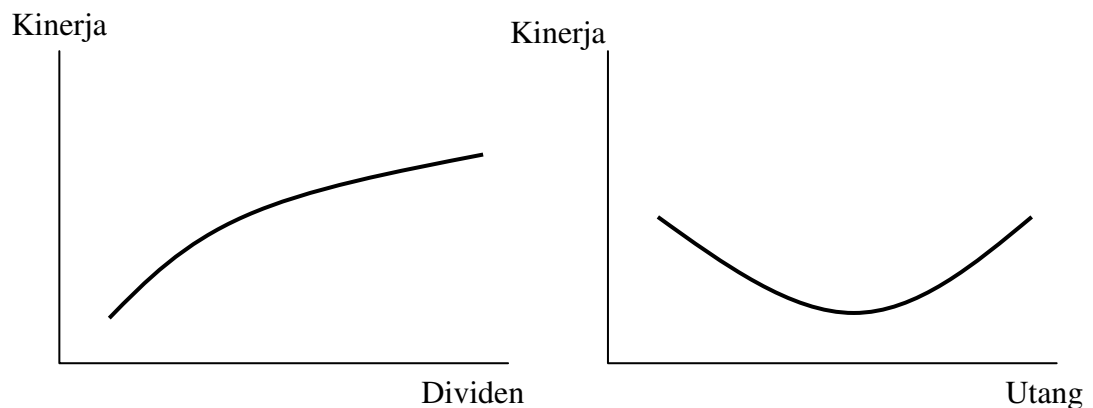
Penerapan kebijakan dividen dan utang sebagai bagian dari pengawasan dan pengikatan pada kondisi institusional internal tinggi akan meningkatkan kinerja. Pada awal pembagian dividen atau utang maka peningkatan kinerja ini masih rendah karena institusional internal masih mampu melakukan kolaborasi

dengan manajemen. Dividen belum optimal mengikat tindakan institusional internal dan manajemen, sedangkan pengawasan dari utang juga belum mampu mengawasi dengan baik perilaku institusional internal dan manajemen. Besaran pengikatan dan pengawasan akan semakin baik seiring dengan tingkat dividen dan utang yang tinggi sehingga kinerja akan meningkat. Hal ini menjelaskan mengenai hubungan nonlinear utang terhadap kinerja dan dividen terhadap kinerja pada kondisi institusional internal tinggi.

Konflik keagenan yang lebih tinggi pada institusional internal tinggi disebabkan karena keterlibatan dua pihak (institusional internal dan manajemen) dalam tindakan *perquisites* yang merugikan pemegang saham lain. Hal ini menyebabkan kebijakan utang dan dividen dilakukan sekaligus untuk mengurangi konflik keagenan sehingga hubungan kebijakan utang dan dividen dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi adalah positif. Hal ini bertentangan dengan prediksi teori keagenan yang berargumen bahwa hubungan interdependensi kebijakan utang dan dividen adalah bersifat substitusi (negatif) karena adanya saling tukar biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976 dan (Megginson, 1997: 338).

Sebaliknya konflik keagenan yang lebih rendah pada kepemilikan institusional internal rendah hanya memerlukan satu cara saja untuk mengendalikan konflik keagenan. Argumen teori keagenan bahwa hubungan interdependensi kebijakan utang dan dividen adalah bersifat substitusi (negatif) berlaku dalam kondisi ini karena penerapan dua kebijakan sekaligus untuk mengendalikan konflik keagenan adalah berlebih (*redundant*).

Argumen *entrenchment* berbeda dengan argumen konvergensi (*convergence of interest*) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional internal tinggi akan meningkatkan pengawasan dan pengikatan terhadap manajemen sehingga mengurangi konflik keagenan. Proporsi kepemilikan yang tinggi dari institusional internal lebih mampu mengawasi manajemen sehingga terjadi penurunan konflik keagenan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Gambar 1.2 menjelaskan mengenai hubungan dividen terhadap kinerja dan utang terhadap kinerja pada kondisi kepemilikan institusional internal tinggi berdasarkan argumen konvergensi.



Keterangan gambar:

Argumen konvergensi dalam menjelaskan hubungan dividen dan utang terhadap kinerja pada kondisi institusional internal tinggi.

Gambar 1.2. Hubungan Kebijakan Dividen dan Utang terhadap Kinerja pada kondisi Institusional Internal Tinggi

Kinerja yang meningkat dengan sendirinya berdampak lebih kuat bagi kekayaan institusional internal karena proporsi kepemilikannya yang tinggi. Argumen konvergensi berpendapat bahwa pada kondisi institusional internal tinggi maka pengawasan terhadap manajemen sudah berjalan dengan baik sehingga pengikatan melalui dividen tidak akan berdampak cukup besar dalam meningkatkan kinerja. Kinerja tetap akan meningkat bila dilakukan pengikatan

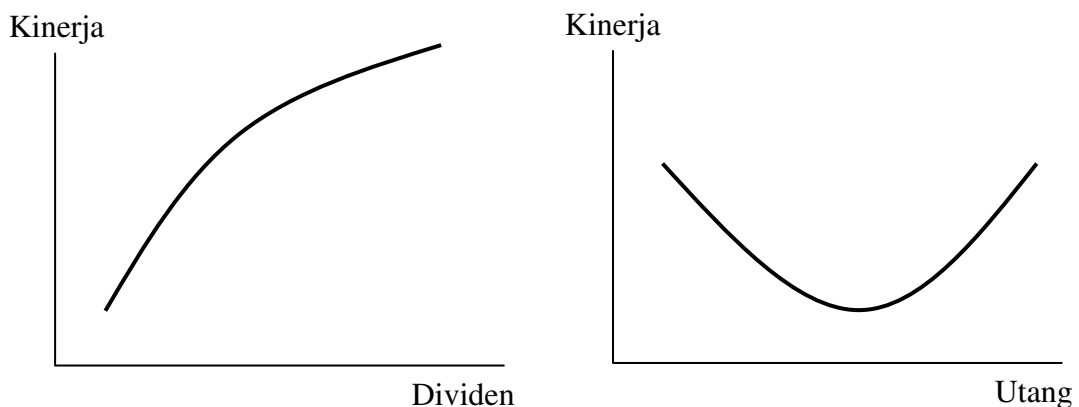
melalui dividen karena dividen secara langsung mempengaruhi kekayaan pemegang saham termasuk institusional internal. Namun besaran dividen yang meningkat akan mengurangi peningkatan kinerja sehingga efek dividen terhadap kinerja menurun namun tetap positif atau *diminishing*. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan dividen terhadap kinerja berdasarkan argumen konvergensi adalah positif dan nonlinear (positif).

Sedangkan efek utang sebagai pengikatan dan pengawasan terhadap kinerja pada kondisi institusional internal tinggi berdasarkan argumen konvergensi adalah negatif dan nonlinear (positif). Kondisi institusional internal tinggi menyebabkan pengawasan terhadap manajemen sudah baik sehingga akan terjadi pengawasan berlebih bila juga dilakukan pengawasan melalui utang. Hal ini berakibat utang akan menurunkan kinerja. Namun seiring dengan meningkatnya besaran utang maka pemegang utang (*debtholders*) akan memberikan kemampuan yang lebih baik dalam mengawasi manajemen karena kekayaan mereka semakin terikat pada perusahaan. Pengawasan yang lebih baik dari *debtholders* dan dibarengi dengan pengawasan institusional internal akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Gambar 1.1. dan Gambar 1.2. menunjukkan hubungan nonlinear kebijakan utang dan dividen terhadap kinerja dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi. Nonlinear yang dimaksud dalam penelitian ini adalah nonlinear pada variabel (Gujarati, 1995: 37) dan tidak nonlinear pada koefisien parameter.³

³ Nonlinear pada variabel: $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_1^2$; nonlinear pada koefisien parameter: $Y = \alpha + \beta_1 X + 1/\beta_1 X$.

Argumen *entrenchment* mempunyai penjelasan yang sama dengan argumen konvergensi dalam kondisi institusional internal rendah karena tindakan *entrenchment* yang merugikan pemegang saham lain hanya dilakukan pihak-pihak yang mempunyai kepemilikan dengan proporsi yang cukup besar. Gambar 1.3. akan menjelaskan hubungan nonlinear utang terhadap kinerja dan dividen terhadap kinerja pada kondisi institusional internal rendah.



Keterangan Gambar:

Pada kondisi institusional internal rendah, maka argument *entrenchment* mempunyai penjelasan yang sama dengan argument konvergensi.

Gambar 1.3. Hubungan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja dan Hubungan Kebijakan Utang terhadap Kinerja pada Kondisi Institusional Internal Rendah.

Penelitian ini berargumen bahwa pada kondisi institusional internal rendah maka pengawasan terhadap manajemen akan rendah sehingga manajemen dapat bertindak untuk kepentingannya sendiri dan merugikan pemegang saham lain. Hubungan nonlinear juga terjadi dalam kondisi kepemilikan institusional internal rendah. Pengawasan yang rendah dalam kondisi kepemilikan institusional internal rendah akan mendorong penggunaan salah satu pengawasan dan pengikatan, melalui kebijakan utang atau kebijakan dividen. Kebijakan dividen akan mengikat aliran kas perusahaan agar tidak digunakan untuk tindakan *perquisites*.

Dividen sebagai pengikatan terhadap manajemen, akan mengurangi konflik keagenan sehingga meningkatkan kinerja dan selanjutnya meningkatkan kekayaan pemegang saham. Namun dividen yang tinggi akan mengurangi kemampuan perusahaan memanfaatkan peluang kegiatan-kegiatan produktif (misalnya peluang investasi). Tidak memanfaatkan peluang kegiatan produktif akan mempengaruhi kinerja perusahaan namun dividen sebagai pengikatan tetap akan berpengaruh positif terhadap kinerja. Hubungan dividen terhadap kinerja pada kondisi institusional internal rendah adalah positif dan nonlinear (positif).

Kebijakan utang pada kondisi kepemilikan institusional internal rendah diharapkan akan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen melalui pengawasan oleh kreditur serta meningkatkan pengikatan melalui kewajiban pembayaran atas utang. Namun pengawasan yang rendah terhadap manajemen akan mendorong manajemen menggunakan utang tersebut demi kepentingan pribadi sehingga mengurangi kinerja. *Perquisites* ini didukung pula oleh masih lemahnya pengawasan di sisi *debtholders* karena masih rendahnya tingkat utang. Besaran utang yang meningkat dengan sendirinya akan meningkatkan pengawasan dari sisi *debtholders* terhadap manajemen. Hal ini akan mengurangi konflik keagenan sehingga kinerja meningkat. Hubungan utang terhadap kinerja pada kondisi institusional internal rendah adalah negatif dan nonlinear (positif). Konvergensi berargumen bahwa efek utang terhadap kinerja pada kondisi institusional internal rendah akan lebih kuat dibandingkan pada kondisi institusional internal tinggi.

Tindakan *perquisites* manajemen terjadi karena adanya aliran kas bebas (*free cash flow* – FCF). Penggunaan aliran kas bebas oleh manajemen menurut Jensen (1986) adalah setelah perusahaan tidak mempunyai peluang investasi atau proyek dengan *net present value* (NPV) positif. Aliran kas bebas mempengaruhi kebijakan utang dan dividen dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.

Kepemilikan manajerial juga merupakan cara untuk mengendalikan konflik keagenan. Hasil temuan beberapa penelitian seperti Mahadwartha dan Hartono (2002), Mahadwartha (2002a), Ismiyanti (2003) serta Tandelilin (2003) menemukan hubungan yang ambigu mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dan dividen. Prediksi teori keagenan dalam *balancing of agency theory* bahwa hubungan antara pengawasan dan pengikatan adalah substitusi belum terbukti di Indonesia. Penelitian ini mencoba menguji hasil-hasil penelitian terdahulu berkaitan dengan kepemilikan manajerial.

Peluang investasi di masa depan mempengaruhi kemampuan perusahaan membayar dividen. Hal ini menyebabkan kemampuan dividen sebagai pengikatan akan dipengaruhi oleh set kesempatan investasi (*investment opportunity set* – IOS) yang pada akhirnya mempengaruhi pengendalian konflik keagenan. Beberapa penelitian seperti Myers dan Majluf (1984) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi membayar dividen yang rendah karena sebagian besar aliran kas internal yang ada digunakan untuk investasi. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan memilih antara membayar dividen atau melakukan pengeluaran modal (*capital expenditure*) yang terkait dengan kesempatan

investasi yang ada. Argumen ini didukung oleh penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992) yang menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai pertumbuhan positif cenderung membayarkan dividen rendah.

Kolateral aset merupakan jaminan atas utang kepada kreditur, sehingga besaran kolateral aset mempengaruhi kebijakan utang. Selanjutnya hal ini membawa dampak bahwa kemampuan kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan akan dipengaruhi oleh jaminan terhadap utang tersebut (*collateral hypothesis*). Mahadwartha dan Hartono (2002) menggunakan metoda *seemingly unrelated regression* (SUR) menemukan hubungan positif antara aset lancar sebagai proksi kolateral aset dengan kebijakan utang. Temuan tersebut didukung oleh Tandelilin (2003) yang menggunakan metoda statistik *two stage least squares* (2SLS).

Penelitian di Indonesia belum sepenuhnya menggali fenomena struktur kepemilikan institusional internal di Indonesia khususnya kepemilikan institusional internal dalam kaitannya dengan interdependensi kebijakan utang dan dividen (Mahadwartha dan Hartono, 2002; Mahadwartha, 2002a; Mahadwartha, 2002b; Mahadwartha, 2003; Tandelilin dan Wilberforce, 2002; Tandelilin, 2003; Santra, 2003; serta Ismiyanti, 2003). Penelitian-penelitian tersebut tidak mengkaji atau memisahkan adanya kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah yang mempengaruhi pengawasan dan pengikatan melalui kebijakan utang dan dividen, serta dampaknya terhadap kinerja. Penelitian ini mengangkat isu utama pengawasan dan pengikatan berbasis kepemilikan institusional internal di Indonesia serta pengaruhnya terhadap kinerja.

Penelitian dari Bhatala, Moon dan Rao (1994) meneliti hubungan simultan antara kepemilikan internal (*insiders*) dengan kebijakan utang namun hanya menggunakan kepemilikan institusional sebagai variabel eksogenus. Kepemilikan institusional yang dimaksud dalam penelitian Bhatala, Moon dan Rao (1994) adalah kepemilikan institusional eksternal⁴ (bagian dari pemegang saham publik). Temuannya mendukung prediksi teori keagenan tentang hubungan substitusi pengawasan dan pengikatan. Argumen substitusi ini diuji lebih mendalam oleh Agrawal dan Knoeber (1996) dan temuannya mendukung penelitian Bhatala, Moon dan Rao (1994).

Penelitian Noronha, Shome dan Morgan (1996) menggunakan pemisahan kondisi berdasarkan proporsi pemegang blok (*blockholders*)⁵ dan kompensasi serta menguji hubungan simultan antara dividen dan utang. Noronha, Shome dan Morgan (1996) menemukan bahwa hubungan simultan hanya terjadi pada kondisi belum terdapat pengawasan seperti kompensasi dan *blockholders*. Noronha, Shome dan Morgan (1996) tidak menggunakan kepemilikan institusional internal sebagai kondisi yang mempengaruhi pengawasan dan pengikatan.

Penelitian-penelitian yang menguji fenomena keagenan dalam kaitannya dengan struktur kepemilikan, utang dan dividen (Leland dan Pyle, 1977; Murphy, 1985; Kim dan Sorenson, 1986; Brickley, Lease dan Smith, 1988; Friend dan Lang, 1988; Jensen dan Murphy, 1990; Smith dan Watts, 1992; Jensen, Solberg dan Zorn, 1992; Bhatala, Moon dan Rao, 1994; Agrawal dan Knoeber, 1996;

⁴ Misalnya reksadana, dana pensiun, asuransi dan perusahaan investasi lainnya.

⁵ Kepemilikan lebih dari 5% dari individu selama 3 tahun berturut-turut.

Noronha, Shome dan Morgan, 1996; Chen dan Steiner, 1999; Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999; Tandelilin dan Wilberforce, 2002; Santra, 2003; serta Ismiyanti, 2003) menggunakan variabel proksi yang tidak memisahkan adanya kepentingan pemegang saham publik dan *insiders*.

Crutchley dan Hansen (1989) memisahkan kepemilikan pemegang saham non-manajemen dengan kepemilikan manajerial, namun gagal membuktikan bahwa teori keagenan berlaku dalam menjelaskan kebijakan utang dan dividen. Kemungkinan hal ini disebabkan oleh variabel keagenan yang tidak *robust* dalam menjelaskan perilaku agen atau karena penggunaan metoda *ordinary least squares* (OLS) yang bias bila digunakan untuk menjelaskan fenomena simultan yang berkaitan dengan kebijakan utang dan dividen serta pemisahan variabel yang tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan pemegang saham publik.

Berdasarkan temuan penelitian-penelitian dalam teori keagenan sebelumnya maka penelitian ini menggunakan variabel proksi yang umumnya digunakan dalam penelitian tentang teori keagenan karena kebijakan utang dan dividen sebagai pengikatan dan pengawasan tidak hanya terkait dengan kepentingan manajemen, atau pemegang saham institusional internal, atau pemegang saham publik namun kepentingan semua pihak dalam perusahaan.

Terkait dengan konflik keagenan yang diproksikan dari kinerja perusahaan maka penelitian ini mengacu pada pendapat Eccles dan Pyburn (1992) dan Crowther (1996). Eccles dan Pyburn (1992) menemukan bahwa kinerja yang diukur dari data keuangan mengalami fase *lagging* karena hanya menunjukkan kinerja pada masa lalu, sehingga tidak dapat digunakan untuk mengevaluasi

kinerja sekarang dan kinerja masa depan. Crowther (1996) berpendapat bahwa evaluasi terhadap kinerja sebaiknya mencakup kinerja masa lalu, masa sekarang dan masa depan. Hal ini akan mendorong evaluasi kinerja menjadi semakin baik (*accountable*), namun Crowther tidak menguji metoda penggabungan kinerja tersebut agar menghasilkan satu proksi kinerja yang baik. Proksi kinerja yang digunakan adalah proksi kinerja sekarang (*current*) berdasarkan laporan keuangan yang mencerminkan kinerja akuntansi dan kinerja pasar. Faktor analisis akan digunakan untuk membentuk faktor skor yang mencerminkan asimilasi proksi kinerja saat ini (*current*).

1.2. Permasalahan

Penelitian ini menguji kebijakan dividen dan utang sebagai pengawasan dan pengikatan dalam mengurangi konflik keagenan dengan pengkondisian berdasarkan kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah. Semua permasalahan diteliti berbasis kepada kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.

1. Apakah efek kebijakan dividen terhadap kinerja nonlinear dan berbeda dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah?
2. Apakah efek kebijakan utang terhadap kinerja nonlinear dan berbeda dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah?
3. Apakah hubungan interdependensi kebijakan utang dan dividen berbeda dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah?
4. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan?

5. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan dividen sebagai pengikatan?
6. Apakah efek aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen sebagai pengikatan berbeda untuk kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah?
7. Apakah efek aliran kas bebas berbeda terhadap kebijakan utang untuk kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah?
8. Apakah kolateral aset mempengaruhi kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan?
9. Apakah peluang investasi mempengaruhi kebijakan dividen sebagai pengikatan?

1.3. Keaslian dan Kedalaman

Penelitian ini menguji pengawasan dan pengikatan dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah. Penelitian-penelitian sebelumnya di Indonesia menemukan hasil yang ambigu mengenai pengawasan dan pengikatan melalui kebijakan utang dan dividen. Hal ini kemungkinan disebabkan struktur kepemilikan perusahaan terbuka di Indonesia berbeda dengan perusahaan terbuka di negara lain. Sebagian besar perusahaan emiten mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi (institusional) bisnis (perseroan terbatas) yang sering merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Kepemilikan institusional ini disebut kepemilikan institusional internal yang merupakan bagian dari pemegang saham non-publik (*inside shareholders*).

Penelitian sebelumnya masih menguji teori keagenan dalam fenomena *positivist agency theory* (Leland dan Pyle, 1977; Kim dan Sorenson, 1986;

Murphy, 1985; Brickley, Lease dan Smith, 1988; Friend dan Lang, 1988; Jensen dan Murphy, 1990; Smith dan Watts, 1992; Jensen, Solberg dan Zorn, 1992; Chen dan Steiner, 1999; Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999; Tandelilin dan Wilberforce, 2002; Santra, 2003; serta Ismiyanti, 2003). Penelitian dari Crutchley dan Hansen (1989) sudah menggunakan variabel utang yang mencerminkan kepemilikan oleh pemegang saham non-manajer, dan masih menguji fenomena konflik dalam tataran teori keagenan positif (*positivist agency theory*). Penelitian ini mencoba menguji tataran riset prinsipal-agen (*principal-agent research*) untuk mengetahui adanya konflik antar pemegang saham ataupun manajemen dan pemegang saham.

Adanya fase *lagging* (Eccles dan Pyburn, 1992; serta Crowther, 1996) pada penelitian yang menggunakan data laporan keuangan akan dikurangi melalui penggunaan proksi kinerja yang merupakan asimilasi beberapa proksi kinerja dari kinerja laporan keuangan dan kinerja pasar. Faktor analisis akan digunakan untuk membentuk nilai komposit sebagai proksi dari kinerja perusahaan. Diharapkan proksi kinerja mampu menjelaskan dengan lebih baik mengenai konflik keagenan dalam perusahaan.

Perusahaan emiten yang membayar dividen di Indonesia tidak terlalu banyak sehingga data mengenai kebijakan dividen terbatas dan kecenderungan data adalah binomial. Penelitian ini menggunakan proksi dividen yaitu probabilitas terjadinya dividen. Diharapkan proksi dividen tersebut tidak menyebabkan propagasi error pada persamaan regresi simultan yang disebabkan sifat binomial data dividen. Probabilitas dividen merupakan kapasitas dividen

yang diasumsikan paralel dengan kebijakan dividen sebagai cara pengikatan terhadap konflik keagenan, dan asumsi tersebut diuji secara statistis.

1.4. Motivasi Penelitian

Penelitian-penelitian di Indonesia seperti Mahadwartha dan Hartono (2002), Mahadwartha (2002a), Tandelilin dan Wilberforce (2002), Tandelilin (2003), Santra (2003), serta Ismiyanti (2003) menghasilkan temuan ambigu dalam menjelaskan hubungan substitusi kebijakan utang dan dividen sebagai pengawasan dan pengikatan konflik keagenan. Hubungan yang mendua tersebut kemungkinan disebabkan proksi yang kurang tepat serta tidak mempertimbangkan komposisi kepemilikan di Indonesia yang berbeda dengan negara lain.

Komposisi kepemilikan perusahaan terbuka yang berbeda di Indonesia kemungkinan menyebabkan hubungan substitusi pengawasan dan pengikatan tersebut dipengaruhi oleh kepemilikan institusional internal. Pemisahan kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah dilakukan untuk menguji hubungan mendua tersebut. Komposisi kepemilikan institusional internal kemungkinan mempengaruhi konflik antar pemegang saham. Penelitian sebelumnya mengenai kebijakan utang dan dividen sebagai pengawasan dan pengikatan tidak mengaitkan dengan konflik antar pemegang saham. Penelitian ini mencoba mengangkat isu konflik di tataran antar pemegang saham serta dengan manajemen.

Penelitian dari Hartono (2000) menggunakan proksi kekayaan pemegang saham sebagai proksi konflik keagenan. Sedangkan penelitian lainnya di Indonesia seperti Mahadwartha dan Hartono (2002), Mahadwartha (2002a),

Tandelilin dan Wilberforce (2002), Tandelilin (2003), Santra (2003), serta Ismiyanti (2003) hanya menguji hubungan interdependensi antar kebijakan dividen dan utang serta tidak mengaitkan secara langsung dengan kinerja. Penelitian ini mencoba menggunakan kinerja sebagai proksi konflik keagenan yang sudah mengurangi *fase lagging* dengan menggunakan kinerja pasar dan kinerja laporan keuangan.

1.5. Manfaat Penelitian

Kontribusi kebijakan adalah pemahaman mengenai adanya pengawasan dan pengikatan dalam mengendalikan konflik keagenan. Konflik keagenan yang terjadi di Indonesia adalah konflik antara pemegang saham publik lawan pemegang saham institusional internal dan manajemen. Hal ini menyebabkan pengambilan keputusan kebijakan utang dan dividen sebaiknya mempertimbangkan adanya kepentingan pemegang saham publik dan tidak hanya mementingkan pemegang saham institusional internal.

Kontribusi metodologi adalah kinerja sebagai proksi konflik keagenan menceminkan kekayaan pemegang saham. Penelitian ini mengaitkan kinerja dengan pengawasan dan pengikatan melalui utang dan dividen sehingga diperlukan proksi kinerja yang merupakan cerminan kekayaan pemegang saham publik dan kekayaan pemegang saham institusional internal. Proksi kinerja yang digunakan adalah nilai komposit kinerja laporan keuangan dan kinerja pasar. Selain itu proksi ini mengurangi kelemahan penelitian yang menggunakan hanya satu proksi kinerja serta kelemahan akibat fase *lagging* dari laporan keuangan.

Kontribusi metodologi lainnya adalah pada pembentukan proksi dividen. Dividen sebagai pengikatan dalam pengendalian konflik keagenan merupakan variabel yang penting dalam penelitian ini karena mencerminkan bagaimana konflik keagenan dikelola dalam perusahaan khususnya yang terkait dengan tindakan *perquisites* manajemen. Penelitian awal pada data dividen di Indonesia memperlihatkan bahwa dividen bersifat binomial. Kendala data ini diatasi dengan menggunakan proksi dividen berupa nilai probabilitas terjadinya dividen. Nilai probabilitas dihitung menggunakan regresi logit. Hal ini diharapkan menghasilkan proksi dividen yang lebih baik dan tidak menyebabkan propagasi error pada persamaan regresi simultan. Propagasi error yang tinggi disebabkan variabel dividen yang bersifat binomial sehingga mempunyai variasi yang lebar. Probabilitas dividen merupakan kapasitas dividen yang diasumsikan paralel dengan kebijakan dividen sebagai cara pengikatan terhadap konflik keagenan, dan asumsi tersebut diuji secara statistis. Mahadwartha (2002b) dan Mahadwartha (2003) dengan menggunakan data perusahaan manufaktur di Indonesia menemukan bahwa kebijakan utang dan dividen lebih *robust* dalam menjelaskan probabilitas dan besaran dari kepemilikan manajerial yang bersifat binomial.

Kontribusi empiris adalah mengenai kepemilikan institusional internal sebagai kondisi yang mempengaruhi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham institusional internal dengan pemegang saham publik. Temuan penelitian diharapkan memperkuat argumen bahwa pengendalian konflik keagenan dilakukan melalui pengawasan dan pengikatan (utang dan dividen).

Pemilahan kepemilikan institusional internal menyebabkan pengaruh pengawasan dan pengikatan terhadap kinerja berbeda.

Kontribusi empirik lainnya adalah memperkuat bahwa konflik keagenan antar pemegang saham juga dipengaruhi tingkat kepemilikan institusional internal sehingga hubungan kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kinerja bersifat nonlinear karena pengawasan yang “terlalu baik” juga membawa dampak konflik keagenan, namun konflik tersebut berpindah menjadi perspektif *principal agent research* (Eisenhardt, 1989).

Kontribusi teori adalah pengujian argumen teori keagenan yang berpendapat bahwa pengawasan dan pengikatan bersifat substitusi sesuai dengan argumen keseimbangan teori keagenan (*balancing of agency theory*). Namun penelitian sebelumnya di Indonesia gagal menjelaskan hubungan ini. Hubungan substitusi kebijakan utang dan dividen kemungkinan disebabkan oleh komposisi kepemilikan perusahaan publik yang unik di Indonesia. Terdapat fenomena adanya kepemilikan institusional internal pada perusahaan publik di Indonesia sehingga pemilahan kepemilikan institusional internal diharapkan mampu menjelaskan hubungan substitusi tersebut serta perbedaan efek kebijakan utang (pengawasan dan pengikatan) dan kebijakan dividen (pengikatan) terhadap kinerja.

1.6. Tujuan Penelitian

Tujuan secara umum adalah menguji teori keagenan dalam kaitannya dengan fenomena kepemilikan institusional internal. Kebijakan utang dan dividen yang mampu mengurangi konflik keagenan akan diuji pada kondisi kepemilikan

institusional internal tinggi dan rendah. Selain itu juga diuji mengenai adanya efek substitusi antara kebijakan utang dan dividen serta sebaliknya, seperti yang diprediksikan oleh teori keagenan. Pengawasan dan pengikatan dilakukan pemegang saham melalui kebijakan utang dan kebijakan dividen, disesuaikan dengan kondisi kepemilikan institusional internal.

Efek substitusi antar kebijakan dividen dan utang akan diuji dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah. Penelitian ini juga menguji efek kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah terhadap kebijakan utang dan dividen. Penelitian ini mencoba membuktikan bahwa terdapat tingkatan dividen dan utang tertentu yang meminimalisir dampak konflik keagenan terhadap kinerja perusahaan. Pemahaman bahwa kepemilikan institusional internal mengurangi konflik keagenan tidak sepenuhnya benar karena kemungkinan konflik dapat terjadi antara pemegang saham institusional internal dengan pemegang saham publik.

Selanjutnya tujuan penelitian dapat diperinci sebagai berikut, disesuaikan dengan permasalahan penelitian:

1. Menguji perbedaan efek dan hubungan nonlinear kebijakan utang terhadap kinerja dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.
2. Menguji perbedaan efek dan hubungan nonlinear kebijakan dividen terhadap kinerja dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.
3. Menguji adanya hubungan interdependensi antara kebijakan utang dan dividen dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.
4. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan.

5. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen sebagai pengikatan.
6. Menguji perbedaan efek aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen sebagai pengikatan dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.
7. Menguji perbedaan efek aliran kas bebas terhadap kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah.
8. Menguji pengaruh kolateral aset terhadap kebijakan utang sebagai pengawasan dan pengikatan.
9. Menguji pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen sebagai pengikatan.

1.7. Lingkup Penelitian

Lingkup penelitian ini menguji hubungan kebijakan utang dan dividen sebagai pengawasan dan pengikatan terhadap kinerja dalam kondisi kepemilikan institusional internal tinggi dan rendah. Penelitian ini tidak menguji hubungan kinerja terhadap kepemilikan institusional internal maupun dengan kebijakan utang dan dividen.

Penelitian juga membatasi pada kondisi kepemilikan institusional internal sebagai kepemilikan yang dapat menjalankan fungsi pengawasan dan pengikatan. Penelitian ini tidak menguji komposisi kepemilikan dalam kepemilikan institusional internal. Diasumsikan bahwa pengawasan dan pengikatan akan lebih baik dijalankan oleh kepemilikan institusional internal dibandingkan oleh masing-masing individu dalam kepemilikan institusional internal. Selain itu informasi mengenai pemilik institusional internal tidak terdokumentasi pada pasar modal Indonesia.